

# NGÀNH HÀNG KHÔNG

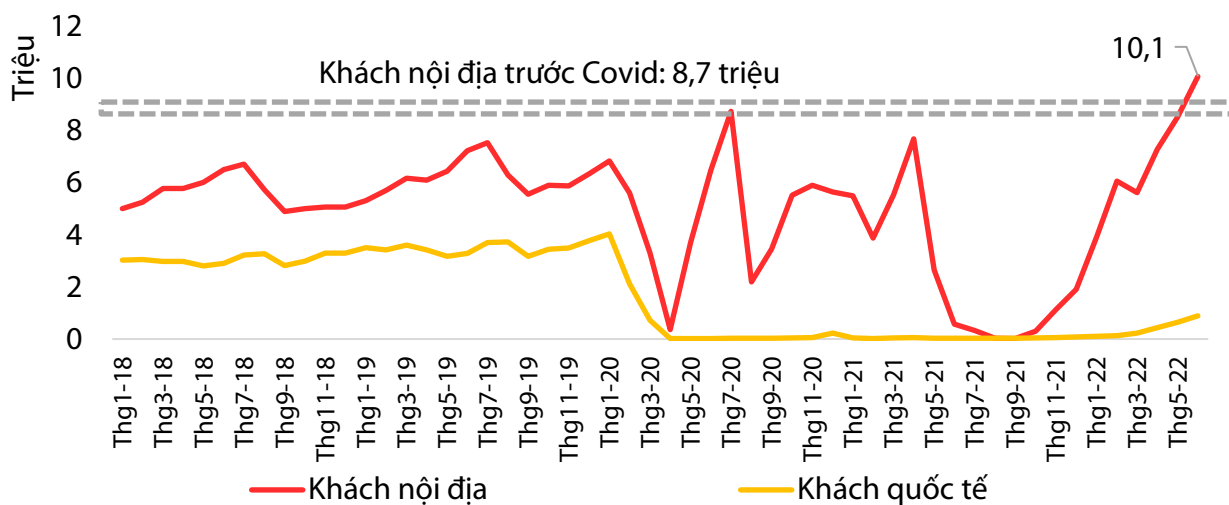
**KHÓ KHĂN ĐÃ QUA**



Đỗ Thanh Tùng – [tung.dt@vdsc.com.vn](mailto:tung.dt@vdsc.com.vn)

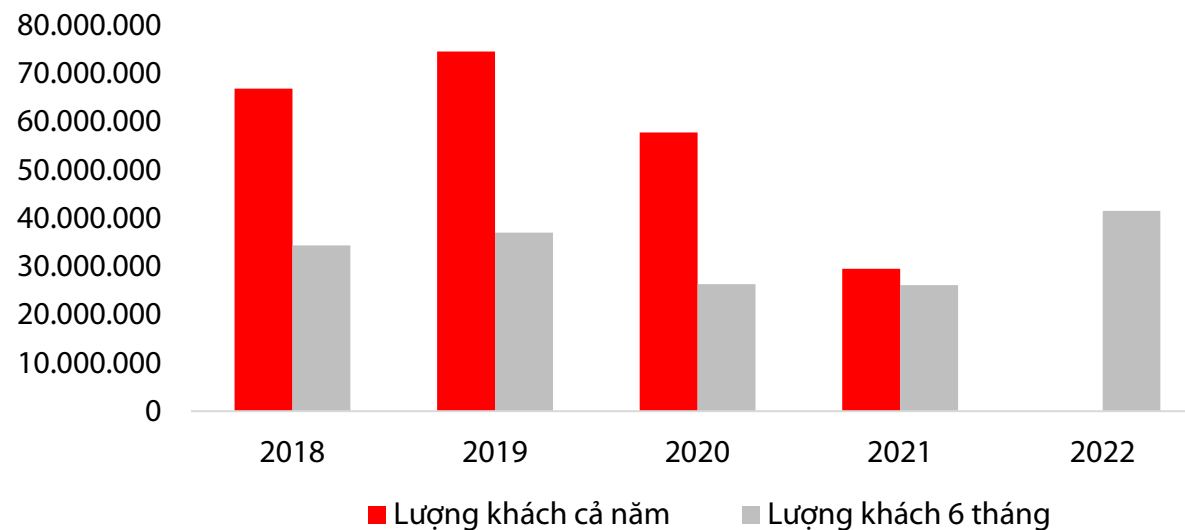


**Hình 1: Khối lượng khách hàng không cao kỷ lục lịch sử gần 11 triệu lượt**



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Khối lượng khách hàng 6T cao nhất lịch sử của thị trường nội địa**

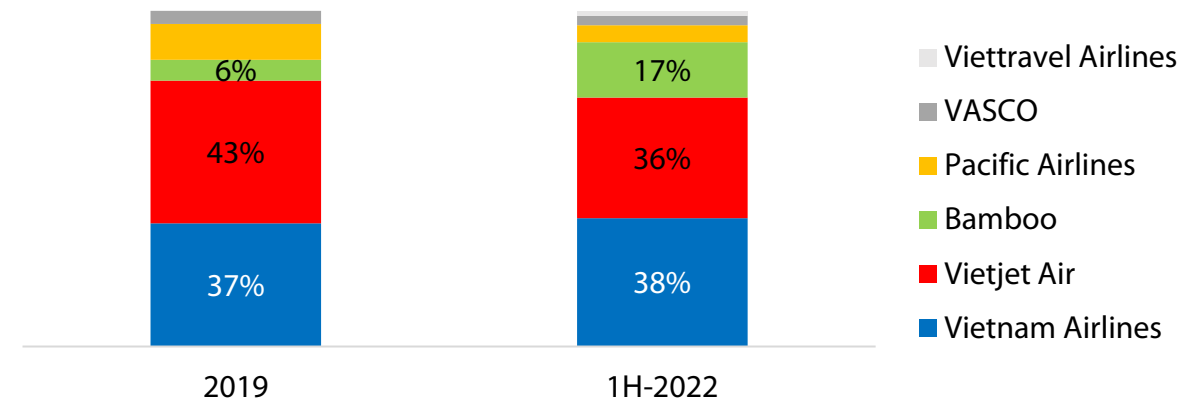


Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

- Thị trường nội địa duy trì đà tăng cao vào mùa cao điểm, vượt mức kỷ lục cao nhất lịch sử trong tháng 6/2022 với khối lượng 10,1 triệu khách.
- Thị trường quốc tế đang dần khởi sắc nhưng vẫn còn ở mức dưới 1 triệu khách vào tháng 6/2022.

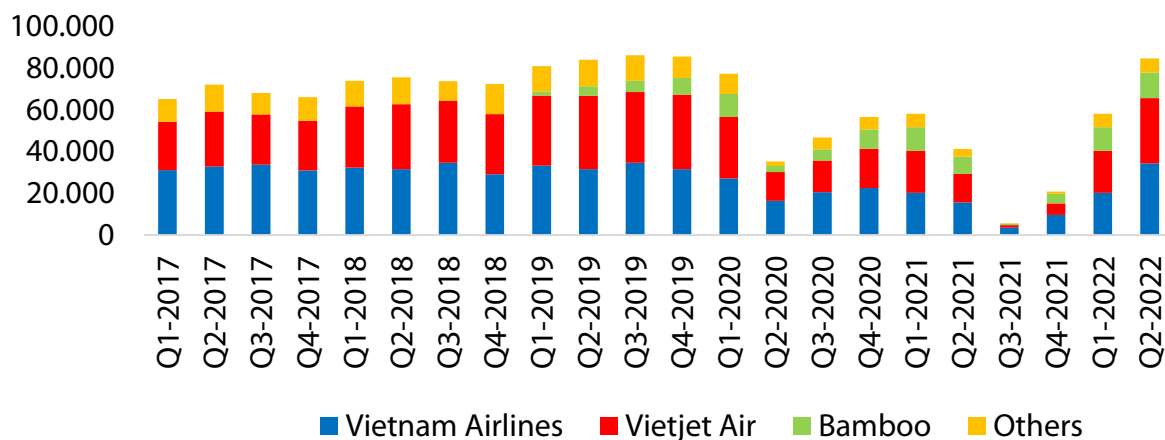
- Tổng số chuyến bay của các hãng hàng không Việt Nam chỉ đạt mức đỉnh trong Q2 và Q3 năm 2019 (~85k).
- Với lượng khách hàng quý ở mức cao mới, chúng tôi ước tính lượng khách dự kiến trên mỗi chuyến bay và do đó, các yếu tố phụ tải đã cải thiện đáng kể trong Q2 2022.
- Vietnam Airlines và Bamboo Airways tăng thị phần hậu Covid.

**Hình 3: Thị phần hàng không trong nước theo số lượng chuyến bay hậu Covid**



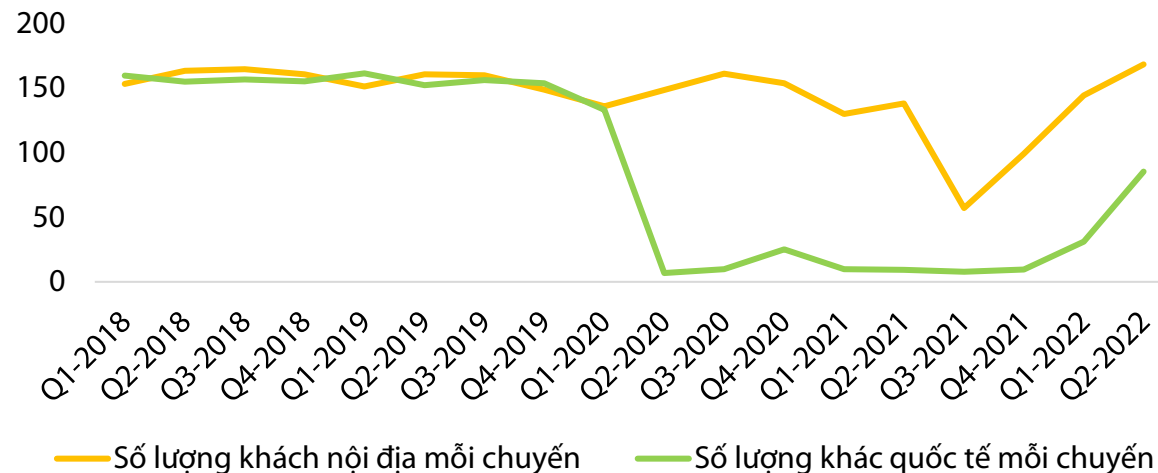
Nguồn: CAAV, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Tổng số chuyến bay đang đạt mức cao lịch sử**



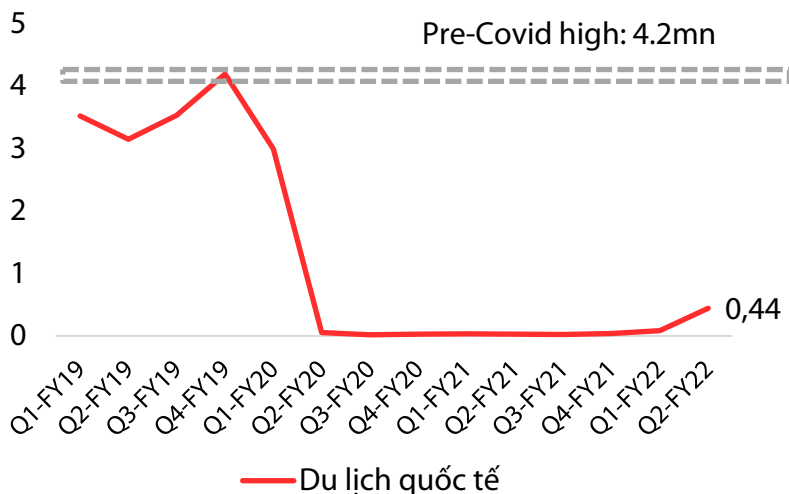
Nguồn: CAAV, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Yếu tố phụ tải cải thiện ở các chuyến bay nội địa**



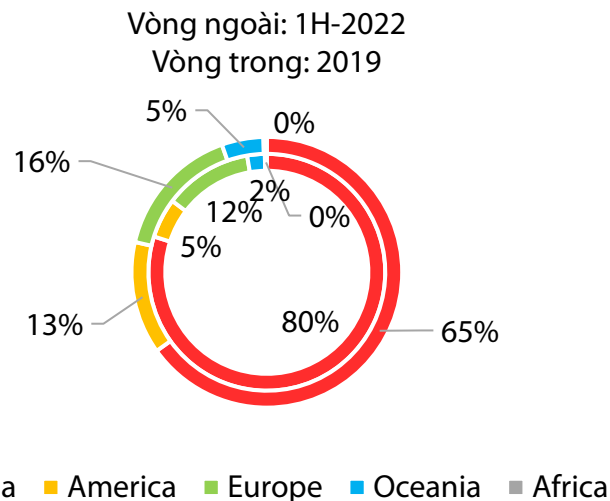
Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Du lịch quốc tế lượt đến (triệu)**



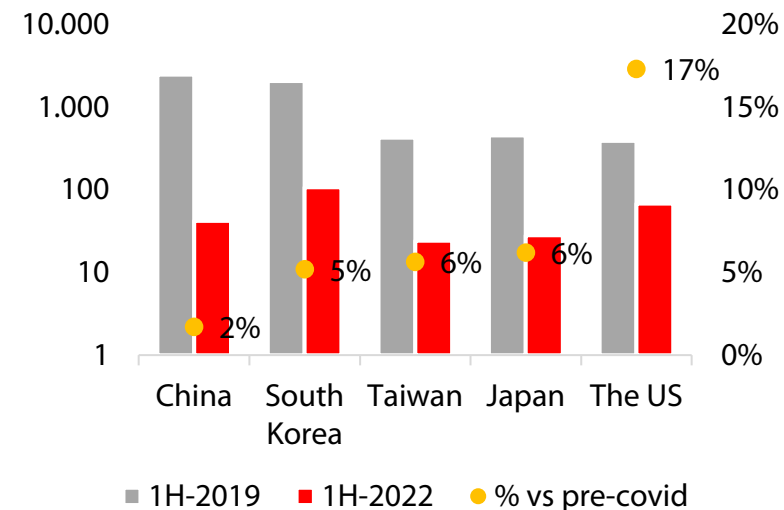
Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Cơ cấu khách quốc tế**



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

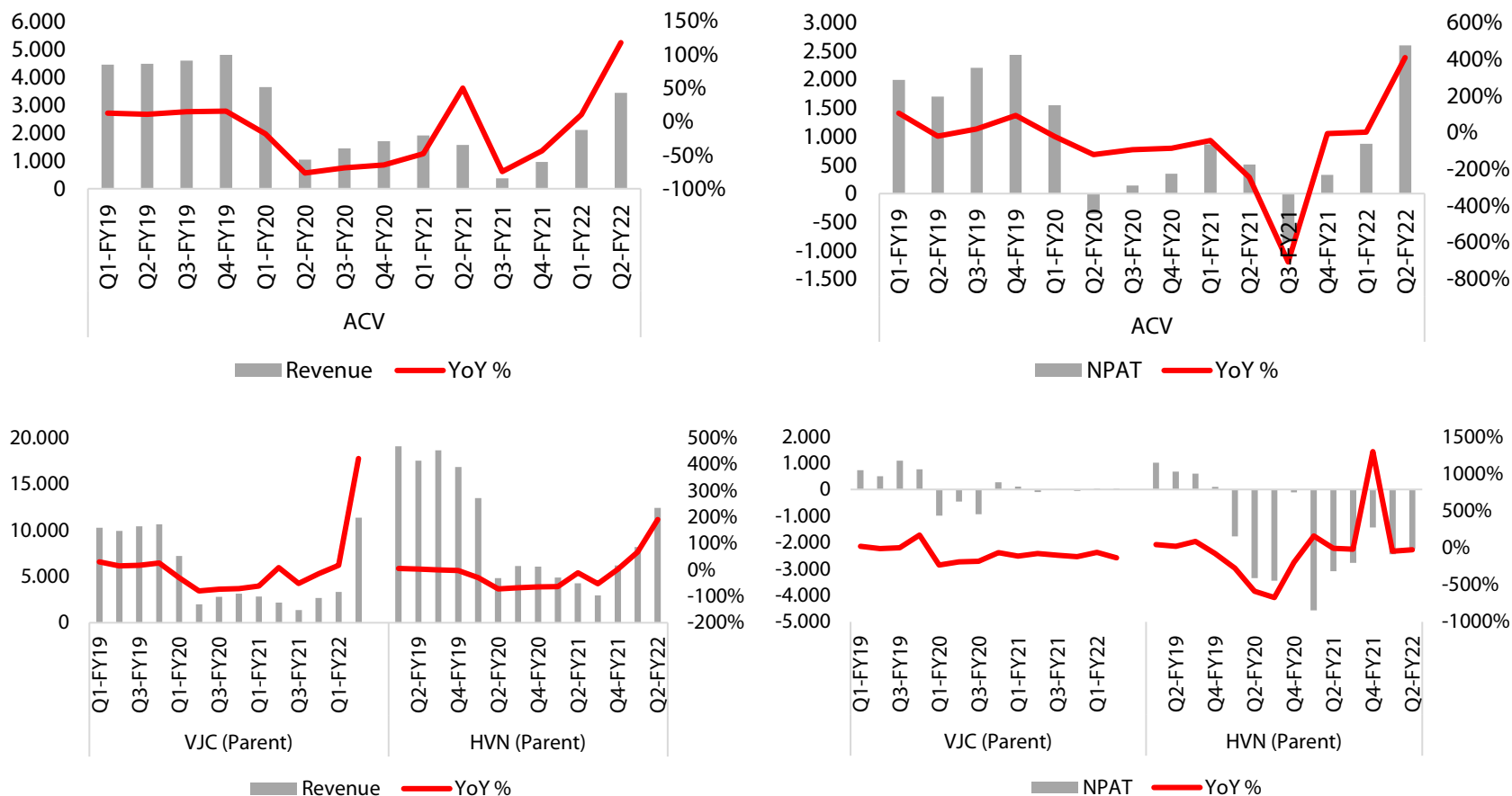
**Hình 8: 5 thị trường lớn nhất (Đơn vị: Nghìn lượt)**



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

- Thị trường quốc tế đang dần hồi phục, tuy nhiên tỷ lệ phục hồi vẫn còn thấp do nhiều nước và khu vực (đặc biệt là các nước Đông Bắc Á) vẫn đang áp dụng các quy định, chính sách hạn chế đi lại.
- Châu Á vẫn là thị trường du khách đến lớn nhất, nhưng mức đóng góp giảm xuống còn 65% so với mức 80% trước đại dịch do lượng khách du lịch Trung Quốc giảm, nguyên nhân từ chính sách hạn chế du lịch của nước này.
- Các hãng hàng không Việt Nam và nước ngoài tăng tần suất, mở lại/mở mới các đường bay kết nối Việt Nam với Ấn Độ, Singapore, Hàn Quốc, Malaysia, Trung Quốc.

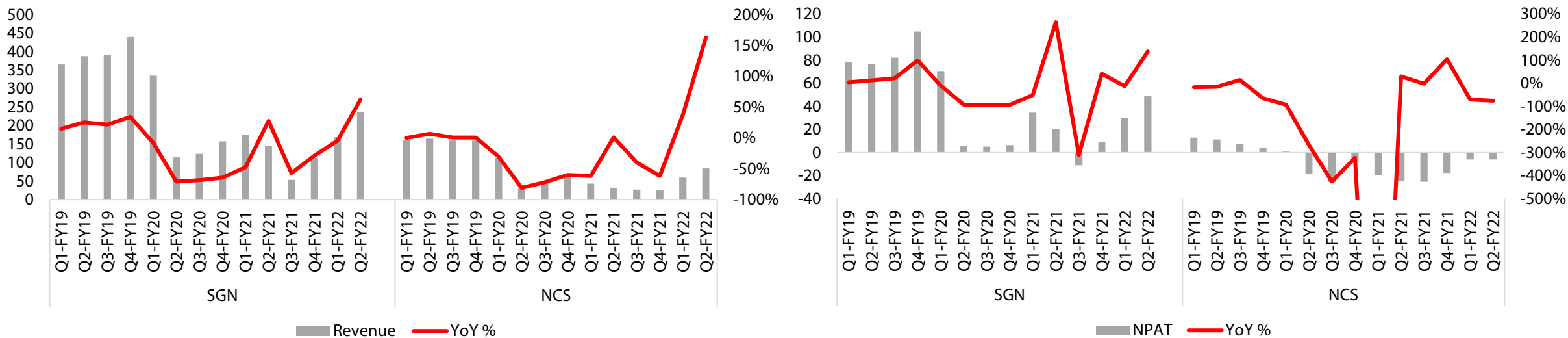
**Hình 9: Doanh thu ACV, VJC, HVN và lợi nhuận ròng**



Nguồn: Dữ liệu tại các công ty, CTCK Rồng Việt

- Lượng hành khách tăng mạnh trong tháng 5 và tháng 6 đã trực tiếp thúc đẩy doanh số bán hàng của ACV, VJC và HVN trong Q2 2022.
- Doanh số của ACV và HVN đã phục hồi lên khoảng 70% mức trước dịch trong khi doanh thu của VJC trong Q2 2022 vượt 15% so với doanh thu Q2 2019 do ghi nhận doanh thu chuyển nhượng quyền mua máy bay.
- Không giống như ACV có tỷ lệ đòn bẩy hoạt động cao, các hãng hàng không vẫn đang gặp khó khăn trong việc hòa vốn do chi phí nhiên liệu tăng cao.

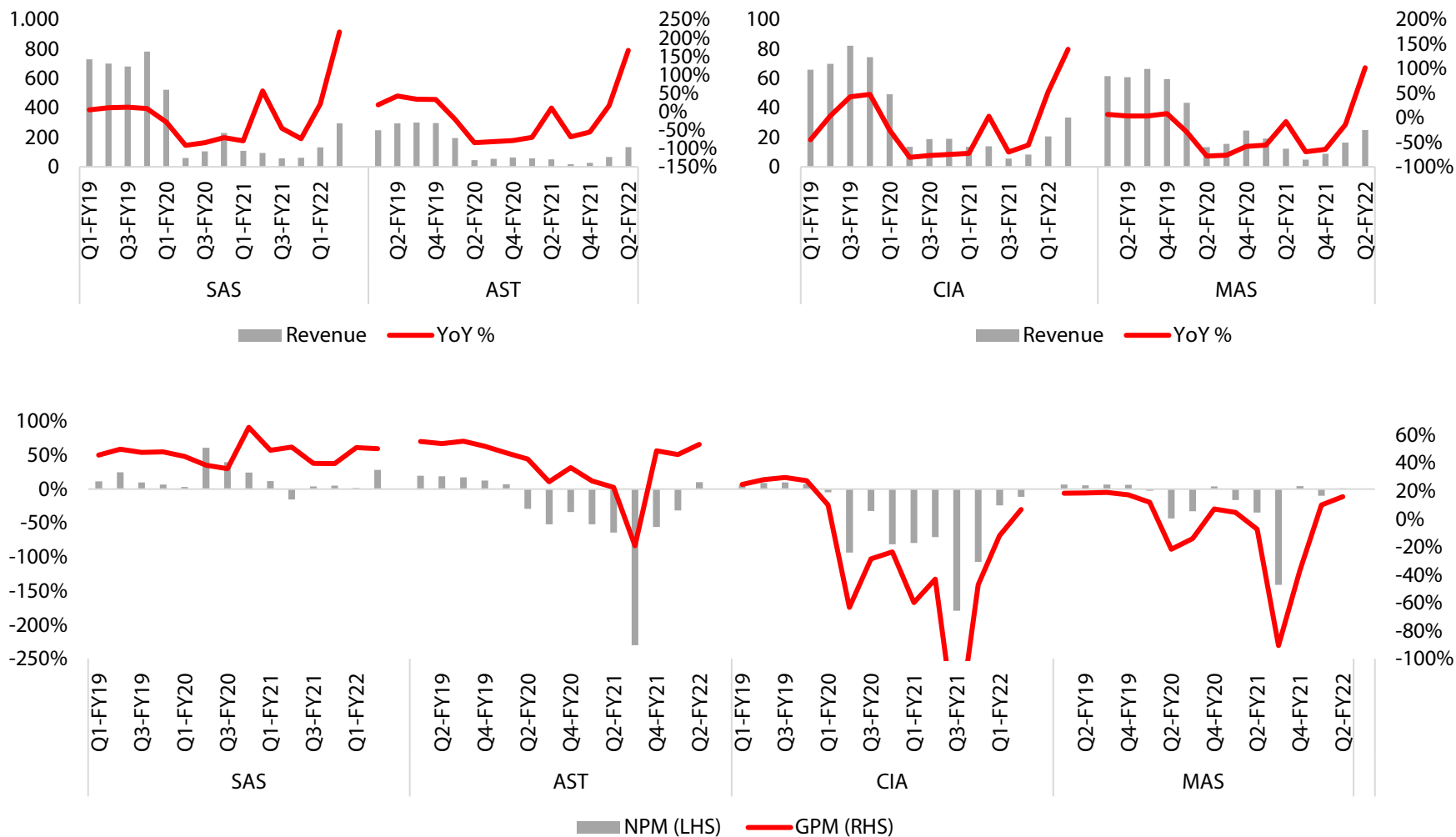
**Hình 10: Nhà điều hành xử lý mặt đất SGN đã phục hồi nhanh hơn nhà sản xuất suất ăn hàng không NCS cả về doanh thu và lợi nhuận**



Nguồn: Dữ liệu tại các công ty, CTCK Rồng Việt

- Doanh thu SGN duy trì mức 60% trước dịch trong khi NCS chỉ đạt 50% do áp lực gia tăng từ đối thủ cạnh tranh mới là VINACS.
- Đòn bẩy hoạt động cao của SGN và bản chất độc quyền của thị trường đã hỗ trợ công ty bảo vệ biên lợi nhuận và nhanh chóng phục hồi lợi nhuận ròng nhờ tổng số chuyến bay tốt.
- Cạnh tranh cao hơn và đóng góp của suất ăn hàng không quốc tế thấp hơn khiến biên lợi nhuận gộp của NCS giảm chỉ còn 5% trong nửa đầu năm 2022 so với mức 15% trong năm 2019, dẫn đến tiếp tục lỗ ròng.

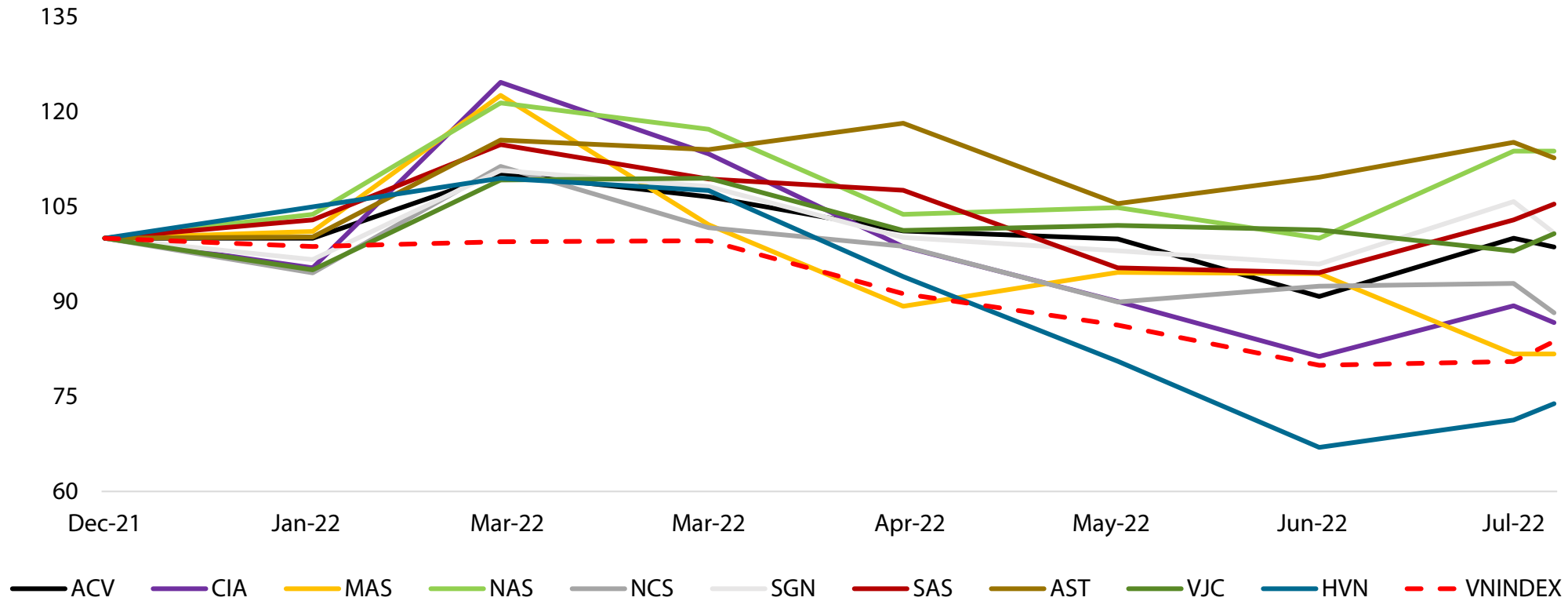
**Hình 11: Doanh thu và lợi nhuận của các nhà bán lẻ hàng không**



- Bị ảnh hưởng bởi sức mua của hành khách trong nước và thiếu khách quốc tế khiến mức độ phục hồi của các nhà bán lẻ thấp hơn (~45% so với trước dịch) so với các dịch vụ khác trong ngành.
- Các nhà bán lẻ có cửa hàng tại các sân bay đông đúc như Tân Sơn Nhất, Nội Bài có biên lợi nhuận cao hơn các nhà bán lẻ ở Đà Nẵng và Cam Ranh.

Nguồn: Dữ liệu tại các công ty, CTCK Rồng Việt

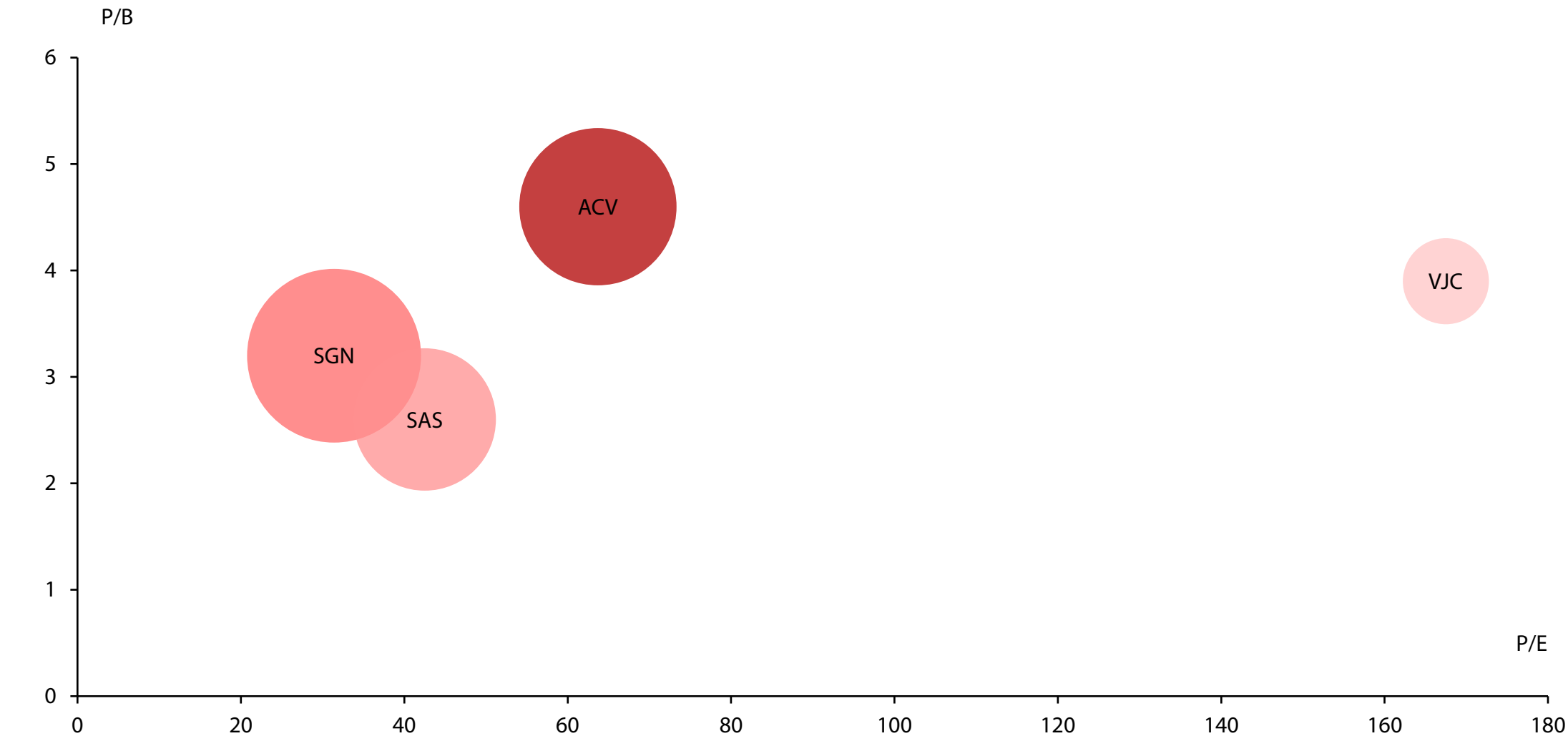
**Hình 12: Diễn biến giá cổ phiếu hàng không hàng quý**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
<b>ACV</b>	187.871	102.300	-1,65	1,20	68,27	47,42	1,94	37,85	9,69	15,70	0,00	237,88	5,00
<b>CIA</b>	239	N/A	4,39	41,07	-27,43	-56,09	36,62	-41,01	-8,10	-10,83	0,00	N/A	0,97
<b>MAS</b>	162	N/A	-23,63	N/A	0,00	0,00	22,89	-16,13	-10,93	-32,83	0,00	N/A	6,56
<b>NAS</b>	268	N/A	5,05	19,89	2,41	1,29	1509,08	0,90	2,35	12,97	0,00	N/A	6,65
<b>NCS</b>	377	N/A	9,61	N/A	9,37	1,81	3,58	143,08	22,02	23,66	0,00	N/A	4,94
<b>SGN</b>	2.431	N/A	-5,15	-0,02	33,81	13,47	15,34	13,52	7,37	10,03	6,91	31,42	3,18
<b>SAS</b>	3.870	N/A	5,58	-4,57	25,61	10,46	-17,64	2,92	0,78	2,51	3,91	1.260,87	2,72
<b>AST</b>	2.678	N/A	-26,21	-8,14	-40,89	-63,96	-19,25	-67,98	-20,62	-27,15	0,00	N/A	7,61
<b>VJC</b>	67.918	N/A	44,75	21,90	3,76	3,31	155,89	1,75	0,66	2,18	0,00	180,43	3,89
<b>HVN</b>	40.081	N/A	47,54	N/A	-14,55	-20,32	27,90	-21,96	-15,07	N/A	0,00	N/A	N/A

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

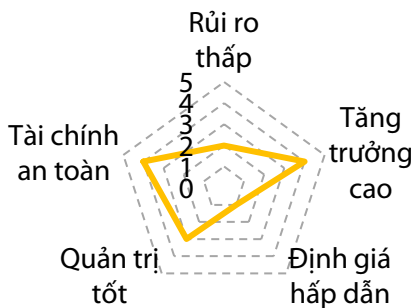
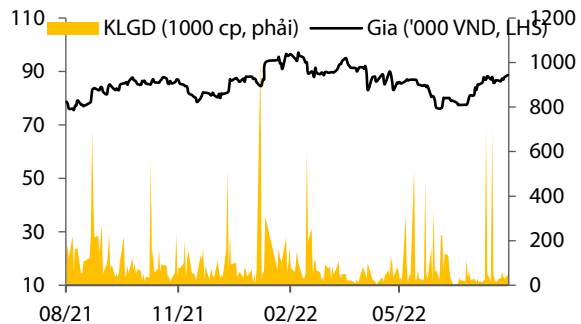


Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

TÍCH LŨY: +18%

<GTT: 86.500>

<GMT: 102.300>



### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hàng không
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.053,8
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	187.653,1
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	91
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	0,0
SH NĐTNN còn lại (%)	--
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	75,5-97,0

### TÀI CHÍNH

Doanh thu (tỷ đồng)	4.752	11.503	15.248
LNST (tỷ đồng)	790	5.449	6.498
ROA (%)	1,4%	9,2%	10,0%
ROE (%)	2,1%	12,6%	13,2%
EPS (đồng)	363	2.503	2.985
GTSS (đồng)	17.275	19.890	22.577
Cổ tức tiền mặt (đồng)	900	0	0
P/E (x)	220,5	34,4	28,8
P/B (x)	4,6	4,3	3,8

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.752	11.503	15.248
LNST (tỷ đồng)	790	5.449	6.498
ROA (%)	1,4%	9,2%	10,0%
ROE (%)	2,1%	12,6%	13,2%
EPS (đồng)	363	2.503	2.985
GTSS (đồng)	17.275	19.890	22.577
Cổ tức tiền mặt (đồng)	900	0	0
P/E (x)	220,5	34,4	28,8
P/B (x)	4,6	4,3	3,8

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lưu lượng hành khách hàng không đang tăng nhanh sau khi dỡ bỏ các hạn chế đi lại/nhập cảnh, đây là tín hiệu tốt cho một chặng đường phục hồi mạnh mẽ phía trước.

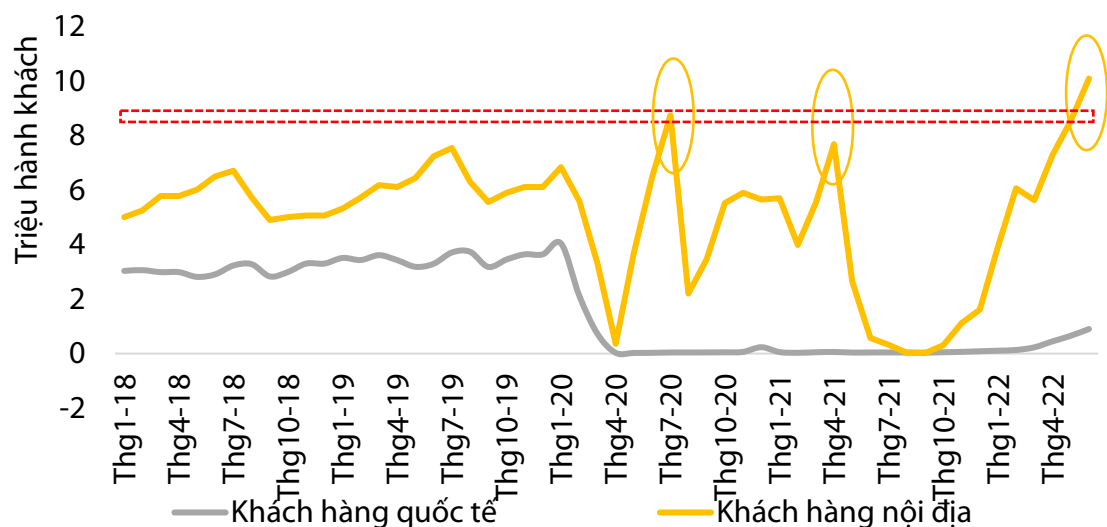
- Lưu lượng khách nội địa hàng tháng đã phá vỡ mức cao nhất lịch sử trong tháng 6/2022, cho thấy đà phục hồi rất mạnh mẽ. Chúng tôi dự báo thị trường trong nước sẽ phục hồi trở lại mức trước dịch trong năm nay, đạt 71 triệu lượt, tiếp đến là tốc độ CAGR 3 năm 10% trong giai đoạn 2022F-25F. Trong khi đó, tiến độ phục hồi của thị trường quốc tế sẽ chậm hơn do các hạn chế đi lại quốc tế được dỡ bỏ vào cuối Q1-2022 và phụ thuộc vào chính sách kiểm soát covid-19 của các quốc gia khác. Lượng khách quốc tế 2022F đạt 7 triệu khách, CAGR 3 năm cao 78% so với 2022F-25F.
- CAGR 3Y của doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ từ 2022 – 2025F lần lượt là 30% và 28%.

**Chất xúc tác liên quan tới việc niêm yết trên sàn HOSE không thể sớm hoàn thành hiện thực khi quá trình loại bỏ ý kiến của kiểm toán viên không có sự cải thiện đáng kể.** Mặc dù ACV đã có thể quản lý tài sản sân bay và ghi nhận doanh thu/chi phí, nhưng công ty vẫn chưa thể ghi nhận những tài sản này vào bảng cân đối kế toán do thiếu phương án pháp lý. Yếu tố này cùng với việc chưa quyết toán cổ phần hóa khiến ACV khó loại bỏ được vấn đề mà đơn vị kiểm toán nhấn mạnh liên quan đến tài sản sân bay.

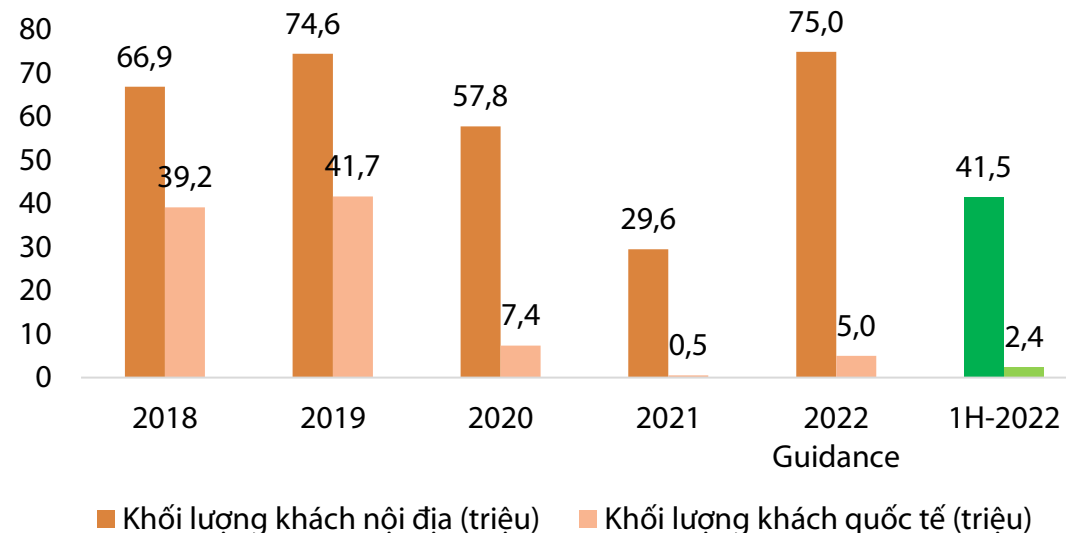
### RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá: Ghi nhận hoàn nhập dự phòng các khoản phải thu của hãng hàng không.
- Rủi ro giảm giá: Lạm phát cao ảnh hưởng đến chi tiêu cho du lịch, sự không chắc chắn liên quan đến rủi ro địa chính trị và chính sách “không Covid” của Trung Quốc.

**Hình 1: Khối lượng hành khách hàng tháng**

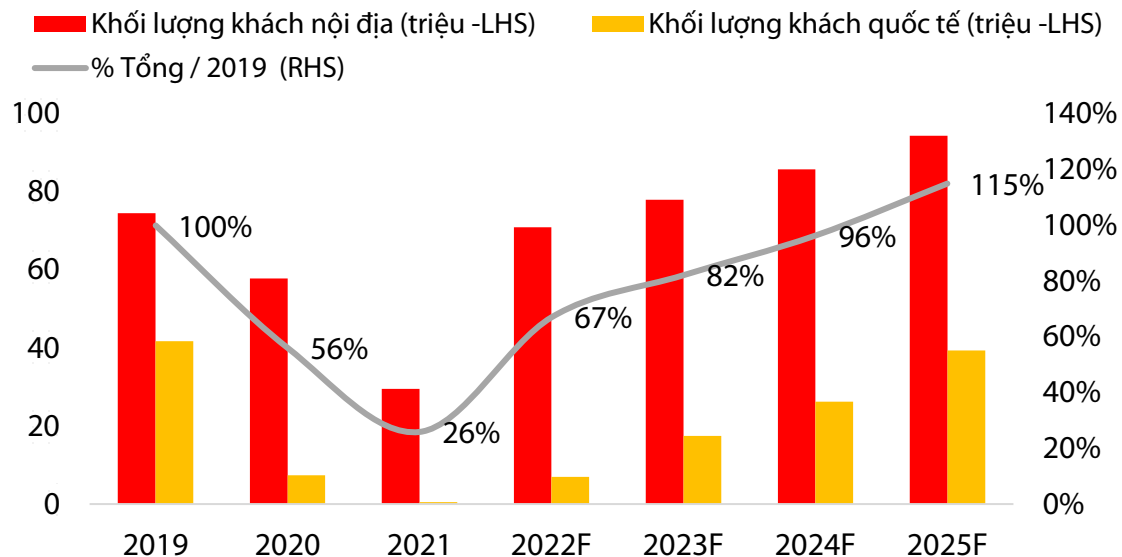


**Hình 2: Khối lượng hành khách lũy kế**



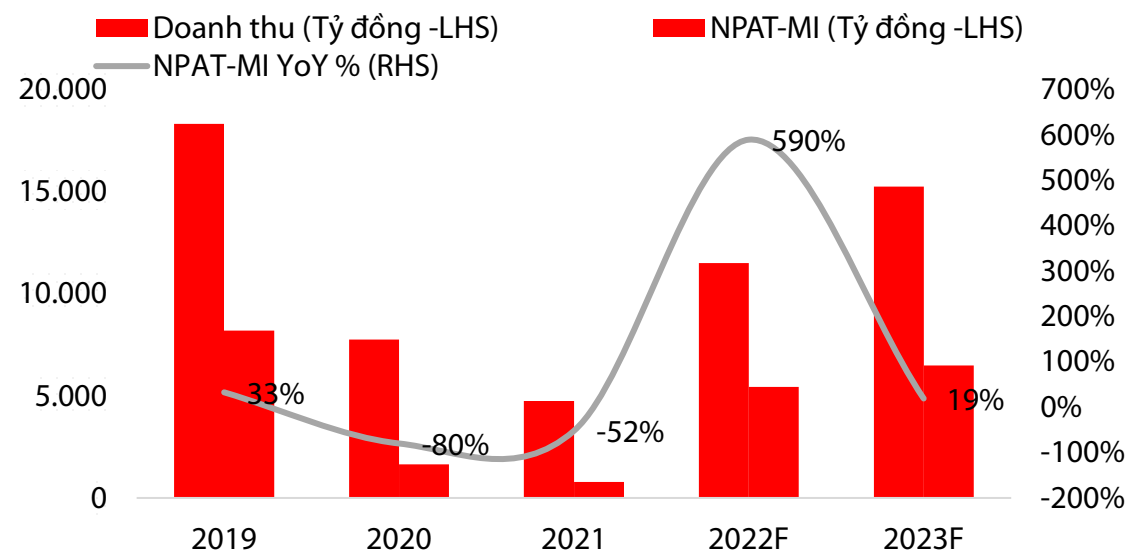
- Khối lượng hành khách nội địa hàng tháng đã phá vỡ mức cao lịch sử vào tháng 6/2022, cho thấy đà phục hồi rất mạnh mẽ.
- Tiến độ phục hồi của thị trường quốc tế sẽ chậm hơn do các hạn chế du lịch quốc tế được dỡ bỏ vào cuối Q1-2022 và phụ thuộc vào chính sách kiểm soát covid-19 của các quốc gia khác (ví dụ chính sách “zero-covid” của Trung Quốc).
- Lưu lượng khách trong nước và quốc tế lần lượt hoàn thành 55% và 49% kế hoạch cả năm.

**Hình 3: Khối lượng hành khách dự phòng theo thị trường**



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Dự phòng tài chính**

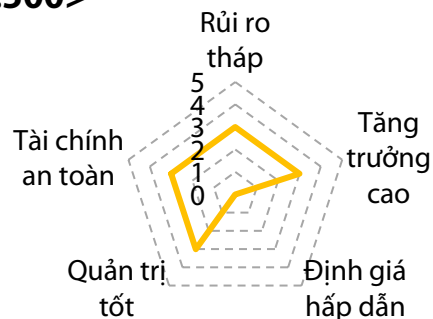
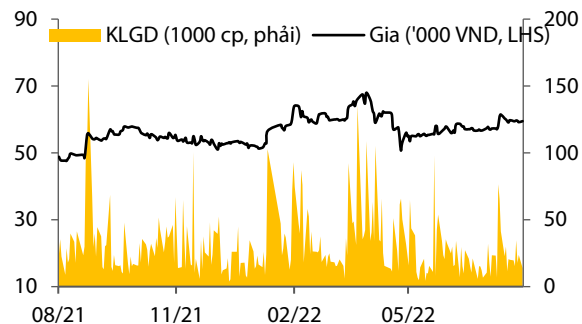


Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

- Thị trường hàng không trong nước sẽ phục hồi trở lại mức trước dịch vào cuối năm nay, kết quả tốt hơn dự kiến trong khi chúng tôi kỳ vọng thị trường quốc tế sẽ quay trở lại mức năm 2019 vào năm 2025F với rủi ro lạm phát, chính sách kiểm soát Covid và rủi ro địa chính trị là những thách thức.
- CAGR 3 năm đối với lưu lượng nội địa/quốc tế cho giai đoạn 2022F-25F dự kiến là 10%/78%, thúc đẩy LNST tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 28% so với cùng kỳ.

**QUAN SÁT**

<GTT: 59.500>



**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

Ngành	Bán lẻ HK
Vốn hóa (tỷ đồng)	115,3
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	2.686,5
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	25
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	0,0
SH NĐTNN còn lại (%)	6,4
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	47,6-68

**TÀI CHÍNH**

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.141	359	154
LNST (tỷ đồng)	191	-49	-118
ROA (%)	22%	-8%	-23%
ROE (%)	32%	-10%	-32%
EPS (đồng)	4.241	-1.089	-2.623
GTSS (đồng)	13.107	10.896	8.289
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	0	0
P/E (x)	19,6	-47,7	-19,8
P/B (x)	5,8	4,8	6,3

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Mặc dù sự phục hồi mạnh mẽ của lưu lượng hành khách hàng không nội địa đã củng cố lợi nhuận cốt lõi vào cuối Q1 và Q2-2022, chúng tôi tin rằng việc tăng cường hoạt động tại các nhà ga quốc tế, trong bối cảnh hành khách quốc tế đang hồi phục, sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng mạnh hơn trong nửa cuối năm 2022.**

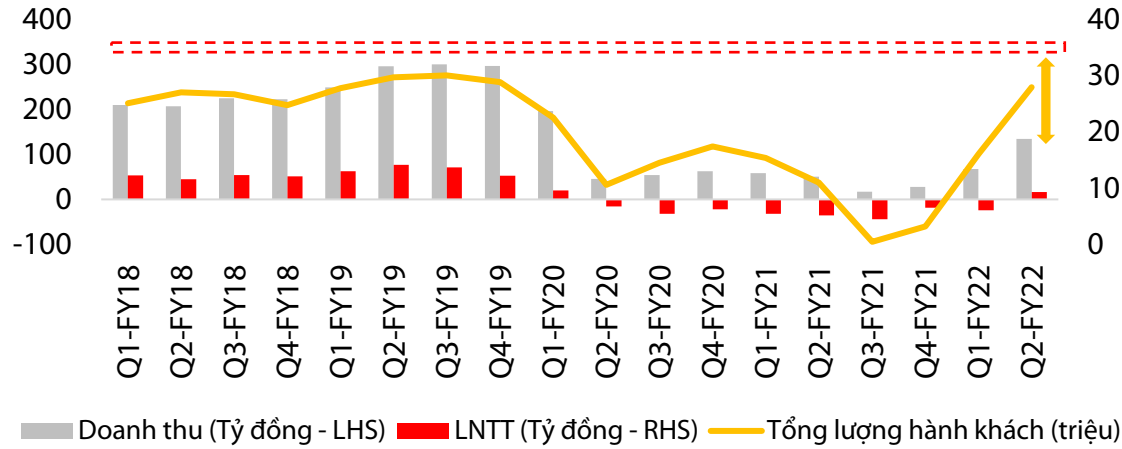
- AST đã mở lại 70% tổng số cửa hàng vào cuối Q2-2022, trong đó các cửa hàng tại các nhà ga nội địa đã được mở lại hoàn toàn. Điều này đã củng cố phần lớn cho doanh thu bán lẻ của AST, tăng lên khoảng 100 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2022 so với 59 tỷ đồng vào năm 2021.
- Khoảng 40% cửa hàng tại các nhà ga quốc tế hiện vẫn đóng cửa. Với sự phục hồi liên tục của thị trường quốc tế, công ty sẽ mở lại tất cả các cửa hàng đã đóng cửa tại các nhà ga quốc tế (Tân Sơn Nhất, Nội Bài, Phú Quốc, Đà Nẵng), mang lại nhiều lợi nhuận hơn trong nửa cuối năm 2022.

**Mặc dù chúng tôi tin rằng sự phục hồi của lưu lượng hành khách tại các sân bay sẽ thúc đẩy triển vọng thu nhập trong tương lai, nhưng mức định giá hiện tại vẫn chưa hợp lý với P/E 2022F là 103 lần (giả định rằng công ty đạt được kế hoạch lợi nhuận).**

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

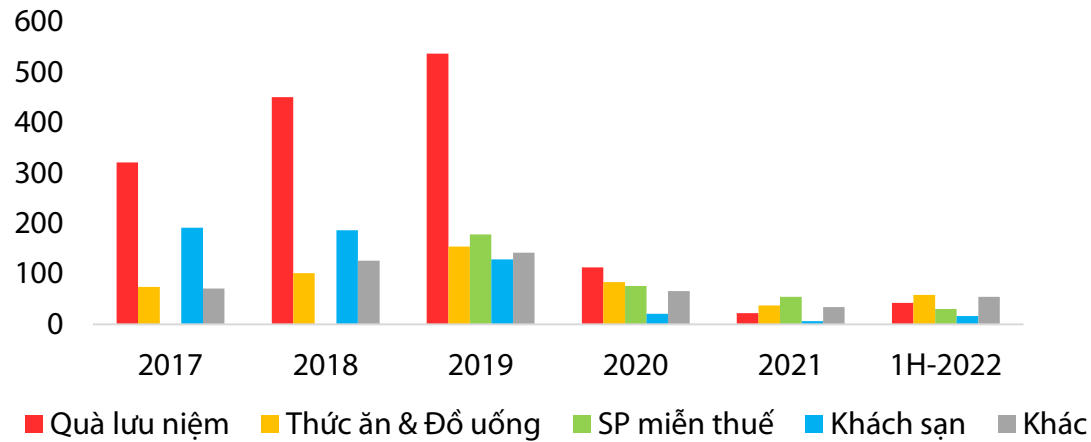
- Sức mua thấp hơn mong đợi của hành khách đi máy bay.

**Hình 1: Lợi nhuận chuyển biến tích cực khi phục hồi lưu lượng khách**



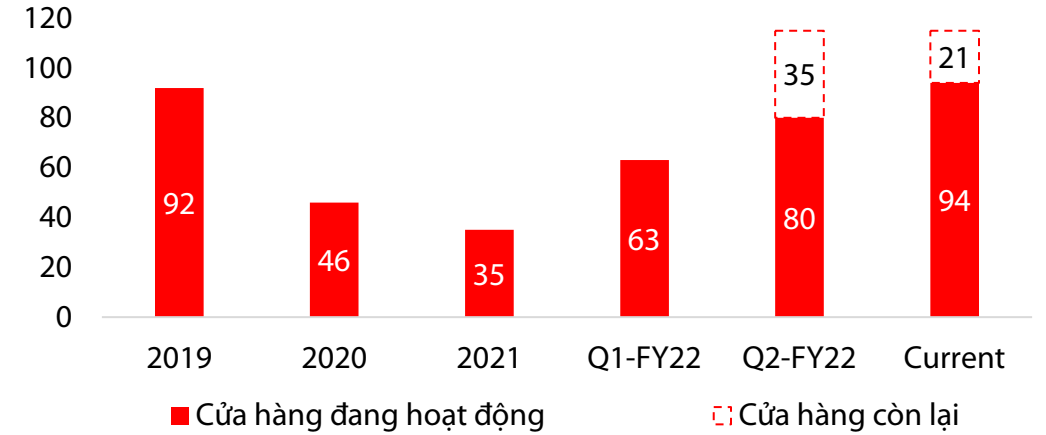
Nguồn: AST, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Cơ cấu doanh thu theo phân khúc**



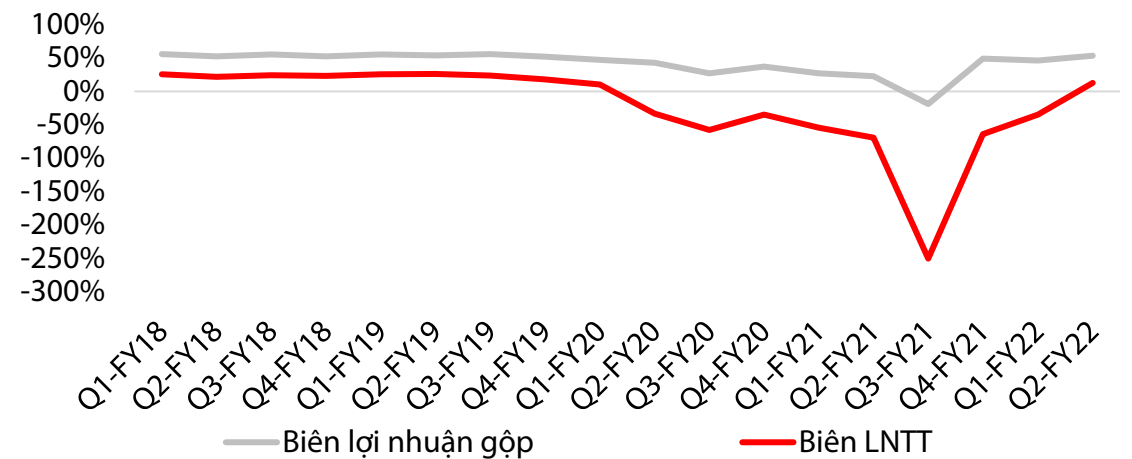
Nguồn: AST, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Tiếp tục tái mở cửa các cửa hàng còn lại trong tương lai**



Nguồn: AST, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Biên LN góp trở lại mức trước dịch trong Q2-2022**



Nguồn: AST, CTCK Rồng Việt

## KHOİ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### **Nguyễn Thị Phương Lam**

#### **Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

### **Trần Hà Xuân Vũ**

#### **Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

### **Phạm Thị Tố Tâm**

#### **Manager**

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

### **Đỗ Thanh Tùng**

#### **Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

### **Nguyễn Thị Ngọc An**

#### **Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

### **Trần Kỳ Anh**

#### **Senior Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

### **Nguyễn Hồng Loan**

#### **Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

### **Nguyễn Ngọc Thành**

#### **Analyst**

thanh.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

### **Nguyễn Ngọc Thảo**

#### **Analyst**

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Cảng biển
- Logistics

### **Trần Thị Ngọc Hà**

#### **Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

### **Lê Tự Quốc Hưng**

#### **Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

### **Bernard Lapointe**

#### **Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

### **Trần Thị Hà My**

#### **Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

### **Cao Ngọc Quân**

#### **Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Công nghệ thông tin
- Dược

### **Trần Ngọc Thảo Trang**

#### **Assistant**

trang.tnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1-2-3-4 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

